

University of Groningen

Eerlijk spel bij handelen in aandelen

Plantinga, Auke; Statman, Meir; Tempelaar, Frans

Published in:
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
2005

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

Plantinga, A., Statman, M., & Tempelaar, F. (2005). Eerlijk spel bij handelen in aandelen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 79(12), 637-646.

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Eerlijk spel bij handelen in aandelen

Auke Plantinga, Meir Statman en Frans Tempelaar

SAMENVATTING Een ideale aandelenmarkt wordt vaak beschreven als een *level playing field*, waar de handel op een eerlijke wijze tot stand komt. Wat zijn de regels omtrent eerlijk handelen? Sociaal-maatschappelijke normen en waarden, inclusief die met betrekking tot eerlijk handelen, vinden in de regel hun neerslag in de vorm van wetten. Maar dat betekent niet dat de wettelijke regels ook alle maatschappelijke regels ten aanzien van eerlijk handelen omvatten. In dit artikel brengen we enkele belangrijke maatschappelijke opvattingen ter zake in kaart met behulp van een enquête onder professionals uit de beleggingswereld en onder universitaire studenten. Het onderzoek laat onder meer zien dat het een overwegende opvatting is dat 'eerlijk handelen' toestaat dat een partij eigen voordeel behaalt op basis van publiekelijk beschikbare informatie, maar dat het gebruik van voorkennis niet acceptabel is. Deze opvatting wordt des te strikter gehuldigd naarmate de kennisdragende insider een meer leidinggevende positie heeft. Voorts blijkt dat de opvattingen omtrent het handelen in aandelen strenger zijn dan ten aanzien van andere markten. Een opvallende bevinding is dat er duidelijke verschillen in perceptie van de regels ten aanzien van *fair trading* bestaan tussen professionals en studenten.

Prof. Dr. M. Statman is hoogleraar aan de Leavey School of Business, Santa Clara University (California).

Dr. A. Plantinga en Prof. Dr. F.M. Tempelaar zijn respectievelijk universitair hoofddocent en hoogleraar aan de Faculteit der Economische Wetenschappen, Rijksuniversiteit Groningen. De auteurs danken Tom Smeenk voor zijn assistentie bij het verwerken van de gegevens en Ina Schomaker voor het realiseren van de webversie van de enquête.

1 Inleiding

De financiële wereld is in de afgelopen jaren opgeschrikt door verschillende schandalen. Bij deze schandalen stond dikwijls het ethisch functioneren van professionals bij financiële instellingen ter discussie. In het oog springend waren de boekhoudschandalen rondom Enron in de Verenigde Staten en, dichterbij huis, rondom Ahold. Daarnaast is er in toenemende mate aandacht voor het gebruik van voorkennis bij de handel in aandelen. In Nederland heeft het Openbaar Ministerie (OM) enkele malen geprobeerd om verdachten op dit gebied veroordeeld te krijgen. De vermeende handel met voorkennis in aandelen HCS door Joep van den Nieuwenhuyzen en de zaak rond de oud-topman van Philips, Cor Boonstra, springen daarbij het meest in het oog. Het OM slaagde er in deze gevallen echter niet in om het daadwerkelijk tot gerechtelijke veroordelingen te doen komen. Dit is wel het geval geweest in de zaak rond fondsbeheerder Willem Burgers en Landis-directeur Paul Kuiken, waar de rechtbank een veroordeling uitsprak. Willem Burgers had voor zijn werkgever Kempen & Co aandelen Landis NV gekocht, nadat hij telefonisch had vernomen dat er een emissie ophanden was (Het Financieel Dagblad, 2004). Als gevolg van de aankoop steeg de koers van het aandeel waardoor een hogere emissieprijs mogelijk werd.

Bij het aangaan van een transactie gaan we er vanuit dat de betrokken partijen zich eerlijk ('fair') zullen opstellen. Het is echter niet op voorhand duidelijk welke regels inhoud geven aan het begrip eerlijk handelen. In het onderzoek waarvan dit artikel verslag doet, proberen we in kaart te brengen, hoe 'eerlijk handelen' in het geval van aandelen praktische invulling krijgt. Toegespitst op de voorgaande casus: Vindt men het terecht dat Willem Burgers gebruikmaakte van de telefonisch verkregen informatie? Is het van belang dat het handelen door Burgers een onderdeel was van het uitoefenen van zijn functie en

dat er geen sprake was van rechtstreekse persoonlijke zelfverrijking? Speelt het een rol dat Burgers er niet 100% zeker van kon zijn dat de bedoelde emissie ook daadwerkelijk zou plaatsvinden?

In dit artikel wordt geen analyse gemaakt van het juridische reilen en zeilen rondom handel met voorkennis. Het onderzoek heeft betrekking op sociaal-maatschappelijke regels en gehuldigde opvattingen ter zake. Sociale normen, waaronder de bedoelde regels inzake handel met voorkennis, zijn gedragsregels die door de samenleving worden opgelegd en die dikwijls hun neerslag vinden in wet- en regelgeving. Vanwege het belang van financiële markten voor de economie zijn de impliciete en expliciete opvattingen omtrent eerlijk handelen op financiële markten van belang voor iedereen, maar uiteraard vooral voor beleggers, zowel particuliere als professionele¹. De volgende paragraaf bevat een korte beschrijving van het onderzoek. In de paragrafen 3, 4 en 5 worden de resultaten van het onderzoek besproken, ingedeeld naar drie gezichtspunten. Het artikel wordt besloten met enkele conclusies in paragraaf 6.

2 Het onderzoek

In het onderzoek zijn vragenlijsten voorgelegd aan twee groepen: doctoraal studenten Economie van de Rijksuniversiteit Groningen en financiële professionals die lid zijn van de Vereniging voor Beleggingsanalisten. In het vervolg zullen we de eerste groep aanduiden als 'de studenten' en de tweede groep als 'de professionals'. De enquêtes onder studenten zijn schriftelijk afgenomen in het voorjaar 2004, en de enquêtes onder professionals zijn via internet afgenomen in de maand juni van 2004. De professionals werden per e-mail benaderd, en daarin uitgenodigd naar een speciale webpagina te gaan waarop de vragenlijst elektronisch kon worden ingevuld (na invulling werden de resultaten per respondent anoniem doorgeseind naar de onderzoekers).

De vragenlijst bevat een serie hypothetische situaties waarover het oordeel van de respondent wordt gevraagd. De enquête kent twee varianten die verschillen ten aanzien van de wijze waarop sommige van de casussen zijn geformuleerd. De vragen worden voorafgegaan door een inleiding met het doel van de enquête, een toelichting van de wijze van beantwoording, en de vermelding dat de anonimiteit van de respondent is gewaarborgd². Vrijwel gelijkelijk verdeeld over beide varianten van de enquête is een bruikbare respons ontvangen van in totaal 116 professionals en 153 studenten.

De enquête is een aan de Nederlandse situatie aangepaste weergave van een enquête die in 2003 is gehouden onder studenten en professionals in Californië, Verenigde Staten (zie Statman, 2005). Bij de presentatie van onze resultaten zal worden verwezen naar de resultaten van het overeenkomstige Amerikaanse onderzoek, dan wel naar de achtergrond van dat onderzoek. Een samenvatting van de relevante resultaten van het Amerikaanse onderzoek is opgenomen in appendix B. De bespreking in de volgende paragrafen betreft een representatieve selectie van de aan de respondenten voorgelegde casussen, die naar onze mening een afdoende weergave vormt van het onderzoek.

3 Eerlijkheid: afhankelijk van de aard van de informatie?

De achtergrond van de eerste casus is een rechtszaak die in de Verenigde Staten is gevoerd tegen James O'Hagan. In laatste instantie heeft het Supreme Court hem schuldig bevonden aan handel met voorkennis. O'Hagan was een vennoot van Dorsey & Whitney, een advocatenkantoor dat in juli 1988 was ingehuurd door de Grand Met Company teneinde te adviseren bij een mogelijke overname van Pillsbury Company. Hoewel O'Hagan niet werkte aan de overname van Pillsbury, ving hij het een en ander op over het aanstaande bod. Hij kocht daarom in augustus 1988 call opties en aandelen Pillsbury, die hij uiteindelijk verkocht met een winst van 4,3 miljoen dollar toen het nieuws van de acquisitie bekend werd gemaakt. In onze vragenlijst heeft dit geleid tot de volgende casus.

Paul Brand is jurist bij het advocatenkantoor De Bruin & Lange. Op een dag, terwijl hij op de gang bij zijn werkkamer op het kantoor staat, vangt hij een gesprek op tussen Jan de Groot, een mede-jurist van het kantoor, en diens medewerker over hun werk voor een ophanden zijnde overname van de NV Kassen door de NV Dooren voor een bedrag van € 120 per aandeel Kassen. Paul Brand is niet betrokken bij het werk met betrekking tot de verwachte overname van Kassen, en het kantoor De Bruin & Lange werkt uitsluitend voor Dooren NV, niet voor Kassen. Paul koopt 1000 aandelen Kassen voor € 70 per aandeel.

De respondenten werd gevraagd het gedrag van Paul Brand te beoordelen. De antwoorden van de professionals en de studenten zijn weergegeven in tabel 1, zie p. 639.

Professionals en studenten blijken deze casus verschillend te beoordelen. De overgrote meerderheid van de professionals (95%) vindt het gedrag van Paul Brand

Tabel 1. Opvattingen over het gedrag van Paul Brand

	Professionals	Studenten
Volstrekt eerlijk	0,9%	2,6%
Aanvaardbaar	4,3%	35,9%
Oneerlijk	23,3%	50,3%
Zeer oneerlijk	71,6%	11,1%
Aantal respondenten	116	153

onaanvaardbaar (oneerlijk of zeer oneerlijk)³, terwijl de studenten veel milder zijn in hun oordeel (61% onaanvaardbaar; merk hierbij ook op dat de studenten sterk verschillen van de professionals ten aanzien van het oordeel 'zeer oneerlijk')⁴. De aldus weergegeven beantwoording komt in hoge mate overeen met de bevindingen van het Amerikaanse onderzoek (zie tabel B.1 in appendix B, p. 646).

In het algemeen kan worden vastgesteld dat, indien de opvattingen van professionals en studenten maatgevend zijn voor die van de samenleving in het algemeen, de handel met voorkennis binnen de maatschappelijke regels wordt afgekeurd. Een belangrijke tweede vaststelling is dat professionals veel strenger in hun oordeel blijken te zijn dan studenten. Hierbij moet worden bedacht dat de onderhavige studenten in aanmerking kunnen komen voor een toekomstige functie in de financiële sector. Wat zal er dan gebeuren met hun relatief milde opvattingen? Vormen deze een potentiële bron van problemen, of zullen ze in het kader van hun verdere professionele vorming worden aangepast?

Naast mogelijke voorkennis zal het handelen in aandelen ook en vooral gebaseerd moeten zijn op kennis die kan worden ontleend aan publiekelijk beschikbare informatie. De volgende casus stelt dit aspect aan de orde.

De koers van het aandeel Delta NV was vorige jaar € 30 en is recentelijk gestegen tot € 50. Jan de Boer, die in het bezit is van 1000 aandelen, analyseert de financiële vooruitzichten van Delta en denkt dat het aandeel niet meer dan € 40 waard is. Hij besluit zijn aandelen tegen de huidige prijs van € 50 te verkopen.

Uit tabel 2 blijkt dat de respondenten in overgrote meerderheid van mening zijn dat het gedrag van de onderhavige belegger geheel aanvaardbaar is – een uitkomst die wij ook zonder meer hadden verwacht⁵. Ook in het Amerikaanse onderzoek werd een dergelijk resultaat gevonden (zie tabel B.2, appendix B, p. 646).

Tabel 2. Opvattingen over het gedrag van Jan de Boer

	Professionals	Studenten
Volstrekt eerlijk	97,4%	92,8%
Aanvaardbaar	0,9%	6,5%
Oneerlijk	0,0%	0,7%
Zeer oneerlijk	1,7%	0,0%
Aantal respondenten	116	153

De samenleving beschouwt handel in aandelen als een activiteit waarin onderzoek en vaardigheden doorslaggevend zijn: beleggers hebben toegang tot dezelfde informatie, maar verschillen in hun inzet en vaardigheden om informatie te analyseren en te interpreteren. Het gebruik van voorkennis is in strijd met de spelregel van eerlijk handelen, omdat deze ongeacht toewijding en inzet niet bereikbaar is voor de tegenpartij en voor concurrerende kopers en verkopers.

Voorkennis geeft een 'onverdiend' voordeel aan de gebruiker ervan. Hierbij moet echter worden bedacht dat voorkennis zich in velerlei vormen kan voordoen. Het kan gaan om vaststaande feiten, maar de voorkennis kan ook betrekking hebben op waarschijnlijkheden. Mensen met zekere voorkennis worden geacht een groter voordeel te hebben dan mensen met onzekere voorkennis. Er kan dan ook worden verwacht dat de opvattingen omtrent eerlijk handelen strenger zijn naarmate de voorkennis meer zekerheid biedt.

De volgende casus is in twee varianten verdeeld over de deelnemers van de enquête. In de ene variant is er sprake van *zekere* voorkennis en in de andere casus is deze *onzeker*.

Variant 1:

De biotechnische onderneming Genotron NV is bezig met de ontwikkeling van een medicijn tegen bepaalde vormen van kanker. De onderneming heeft zojuist van het ministerie van Volksgezondheid het bericht ontvangen dat de experimentele versie van het medicijn aan een eerste test inzake veiligheid en effectiviteit heeft voldaan. De voorzitter van de Raad van Bestuur van Genotron deelt het goede nieuws mee aan het team dat aan de ontwikkeling van het medicijn werkt, en vertelt erbij dat dit nieuws morgenochtend aan alle werknemers en aan de buitenwereld bekend zal worden gemaakt. Hoewel het voldoen aan de onderhavige test geen garantie biedt dat het medicijn ook aan volgende tests zal voldoen en uiteindelijk op de markt zal komen, neemt de kans hierop toe van 30% tot 40%. Dus het is mogelijk dat het nieuws van het testresultaat de aandelenkoers van Genotron zal doen stijgen, maar zeker is dat niet.

Tabel 3. Opvattingen over het gedrag van Johan Orteze

	Professionals		Studenten	
	Variant 1 (onzeker)	Variant 2 (zeker)	Variant 1 (onzeker)	Variant 2 (zeker)
Volstrekt eerlijk	3,5%	3,4%	10,7%	3,9%
Aanvaardbaar	1,8%	1,7%	38,7%	33,3%
Ooneerlijk	35,1%	27,1%	42,7%	48,7%
Zeer ooneerlijk	59,6%	67,8%	8,0%	14,1%
Aantal respondenten	57	59	75	78

Variant 2:

De biotechnische onderneming Genotron NV is bezig met de ontwikkeling van een medicijn tegen bepaalde vormen van kanker. De onderneming heeft zojuist van het ministerie van Volksgezondheid het bericht ontvangen dat het medicijn aan de finale test inzake veiligheid en effectiviteit heeft voldaan. De voorzitter van de Raad van Bestuur van Genotron deelt het goede nieuws mee aan het team dat aan de ontwikkeling van het medicijn heeft gewerkt, en vertelt erbij dat dit nieuws morgenochtend aan alle werknemers en aan de buitenwereld bekend zal worden gemaakt. Het voldoen aan de onderhavige finale test impliceert dat het medicijn door de autoriteiten zal worden goedgekeurd voor gebruik door patiënten. Het staat daarom vast dat het nieuws van het testresultaat de aandelenkoers van Genotron zal doen stijgen.

In beide varianten koopt Johan Orteze, een bioloog die deel uitmaakt van het ontwikkelingsteam en het nieuws van de bestuursvoorzitter heeft gehoord, 100 aandelen van Genotron NV voor € 50 per aandeel. Tabel 3 vat de opvattingen van de respondenten samen.

De overgrote meerderheid van de professionals (bijna 95%) beschouwt het handelen van Johan als onaanvaardbaar. Daarentegen vinden de studenten in veel mindere mate dat het gedrag van Johan onaanvaardbaar is⁶. Bijna 51% van de studenten vindt het handelen met onzekere voorkennis bij deze casus onaanvaardbaar, terwijl 63% het onaanvaardbaar vindt in geval van zekere voorkennis⁷. Opmerkelijk is dat het oordeel van de professionals vrijwel niet wordt beïnvloed door de kwaliteit van de voorkennis (er is slechts een kleine verschuiving van 'oneerlijk' naar 'zeer oneerlijk' in het geval van zekere voorkennis). Tabel B.3 van appendix B (zie p 646) laat zien dat de opvattingen van de Amerikaanse respondenten in belangrijke mate overeenkomen met die volgens ons onderzoek.

4 Eerlijkheid: handel door wie of met wie?

De volgende casus betreft ene Laurens van Woude die handelt op basis van voorkennis. In de eerste variant is Laurens een directeur met een salaris van € 120.000, terwijl hij in de tweede variant een stagiair is met een salaris van € 8,50 per uur.

Variant 1:

Laurens van Woude werkt als marketing directeur voor Phytus Electronics NV, tegen een jaarsalaris van € 120.000. Hedenochtend hoort Laurens dat Phytus zojuist een groot contract met de overheid heeft afgesloten en dat dit nieuws morgenvroeg zal worden meegedeeld aan alle werknemers en tegelijkertijd aan de buitenwereld bekend zal worden gemaakt. Twee uur later vandaag koopt Laurens 1000 aandelen Phytus voor € 50 per aandeel.

Variant 2:

Laurens van Woude werkt als stagiair bij Phytus Electronics NV, tegen een uurloon van € 8,50. Hedenochtend hoort Laurens dat Phytus zojuist een groot contract met de overheid heeft afgesloten en dat dit nieuws morgenvroeg zal worden meegedeeld aan alle werknemers en tegelijkertijd aan de buitenwereld bekend zal worden gemaakt. Twee uur later vandaag koopt Laurens 10 aandelen Phytus voor € 50 per aandeel.

Van de professionals vindt meer dan 98% het gedrag van Laurens van Woude als directeur onaanvaardbaar, terwijl 95% van het gedrag van de stagiair Van Woude als zodanig beschouwt. De stagiair wordt echter veel minder als 'zeer oneerlijk' beoordeeld (56%) dan de directeur (meer dan 82%). Het is opmerkelijk dat de studenten milder zijn in hun oordeel: ten aanzien van de directeur zijn ze nog tamelijk streng (77% vindt diens gedrag onaanvaardbaar), maar de stagiair beoordelen ze veel milder (ruim 56%, waarbij slechts weinigen diens gedrag zeer oneerlijk vinden)⁸. Tabel

Tabel 4. Opvattingen over het gedrag van Laurens van Woude

	Professionals		Studenten	
	Variant 1 (directeur)	Variant 2 (stagiair)	Variant 1 (directeur)	Variant 2 (stagiair)
Volstrekt eerlijk	1,8%	0,0%	4,0%	3,8%
Aanvaardbaar	0,0%	5,1%	18,7%	39,7%
Ooneerlijk	15,8%	39,0%	52,0%	53,8%
Zeer ooneerlijk	82,5%	55,9%	25,3%	2,6%
Aantal respondenten	57	59	75	78

B.4 van appendix B (p. 646) laat zien dat in het Amerikaanse onderzoek de uitkomsten op twee punten enigszins afwijken: de professionals oordelen iets milder (in vergelijking met hun Nederlandse collega's) over de stagiair, en de Amerikaanse studenten zijn wat milder in hun oordeel over de directeur. Maar het is in beide onderzoeken opvallend dat de studenten de stagiair het gebruik van voorkennis veel minder zwaar aanrekenen dan dat de professionals dat doen – wellicht identificeren zij zich meer met de functie van een stagiair ten opzichte van die van een directeur.

Een interessante vraag is of de opvattingen omtrent eerlijk handelen bij aandelentransacties anders zijn dan bij transacties in andere goederen. Het zou heel goed kunnen dat in het maatschappelijke verkeer strengere regels gelden voor het handelen in aandelen in vergelijking tot, bijvoorbeeld, de handel in auto's. Een dergelijke vergelijking zou tevens een nader zicht kunnen geven op de verschillen in percepties tussen professionals en studenten. Studenten en professionals zijn waarschijnlijk gelijkelijk bekend met de markt voor auto's, maar het is aannemelijk dat studenten minder bekend zijn met de aandelenmarkt. Om de invloed hiervan te onderzoeken is in de enquête de volgende casus (in twee varianten)⁹ opgenomen, waarin Peter Jacobs zijn auto verkoopt.

Variant 1:

Peter Jacobs brengt zijn auto voor een onderhoudsbeurt naar de garage. De monteur vertelt hem dat de oude olie uit de versnellingsbak metaaldeeltjes bevat, hetgeen wijst op een probleem: hoewel de versnelling op dit moment nog goed functioneert, is er een grote kans dat het mechanisme het binnen de volgende 15.000 verreden kilometers zal begeven. Reparatie van het euvel zal ongeveer € 2000 kosten. Peter besluit de auto te verkopen in plaats van de versnelling te laten repareren. De koper vraagt niet naar problemen met de auto en Peter geeft hem hierover ook geen informatie.

Uit tabel 5 (variant 1) blijkt dat de opvattingen van professionals en studenten over het gedrag van Peter Jacobs weinig van elkaar verschillen: het merendeel (68% van de professionals en 69% van de studenten) vindt dit gedrag onaanvaardbaar¹⁰. De gelijkloendheid van opvattingen staat in tegenstelling tot voorgaande casussen (zoals volgens de tabellen 1 en 3). Dit suggereert dat de verschillen in perceptie van de regels omtrent eerlijk handelen op de aandelenmarkt mede voortvloeien uit verschillen in bekendheid met en ervaring in deze markt.

In het algemeen wijkt het gemiddelde oordeel van de respondenten in het geval van handel in aandelen af van het oordeel in het geval van de autoverkoop. Een

Tabel 5. Opvattingen over het gedrag van Peter Jacobs

	Professionals		Studenten	
	Variant 1 (particulier)	Variant 2 (dealer)	Variant 1 (particulier)	Variant 2 (dealer)
Volstrekt eerlijk	1,7%	3,5%	3,8%	10,7%
Aanvaardbaar	30,5%	35,1%	26,9%	34,7%
Ooneerlijk	44,1%	47,4%	46,2%	41,3%
Zeer ooneerlijk	23,7%	14,0%	23,1%	13,3%
Aantal respondenten	59	57	78	75

directe vergelijking van deze gevallen wordt evenwel bemoeilijkt door het feit dat de aandelenhandel in principe anoniem is, terwijl Peter Jacobs (in variant 1) daadwerkelijk contact heeft met de koper van zijn auto. In variant 2 van de casus verkoopt Peter zijn auto aan een automobielbedrijf, net zoals beleggers hun aandelen verkopen aan of kopen van een market maker.

Variant 2:

Peter Jacobs brengt zijn auto voor een onderhoudsbeurt naar de garage. De monteur vertelt hem dat de oude olie uit de versnellingsbak metaaldeeltjes bevat, hetgeen wijst op een probleem: hoewel de versnelling op dit moment nog goed functioneert, is er een grote kans dat het mechanisme het binnen de volgende 15.000 verreden kilometers zal begeven. Reparatie van het euvel zal ongeveer € 2000 kosten. Peter besluit de auto bij een andere dealer in te ruilen in plaats van de versnelling te laten repareren. De betrokken dealer vraagt niet naar problemen met de auto en Peter geeft hem hierover ook geen informatie. Peter weet niet bij wie zijn auto uiteindelijk terecht zal komen.

In dit geval blijkt dat ongeveer 61% van de professionals het gedrag van Peter onaanvaardbaar vindt, tegen ongeveer 55% van de studenten¹¹. Ook nu verschilt de opvatting van de studenten veel minder van die van de professionals dan bij eerdere casussen. Beide groepen respondenten beoordelen het anonieme geval (variant 2) milder dan het geval waarin de nieuwe autobezitter bekend is (variant 1). Overigens kan dit mildere oordeel ook samenhangen met het feit dat de kopende dealer in variant 2 mag worden geacht ter zake deskundig te zijn en daarom als een minder 'kwetsbare' partij kan worden beschouwd (dit kan met name een rol spelen bij het oordeel van de studenten). Uit tabel B.5 van appendix B (p. 646) blijkt dat het Amerikaanse onderzoek bij deze casus (ook volgens variant 1) een vergelijkbaar resultaat oplevert, met dien verstande dat de professionals een kleiner verschil maken – in vergelijking met hun Nederlandse collega's – in hun oordeel bij de varianten 1 en 2, terwijl de Amerikaanse studenten juist iets meer verschil te zien geven in hun beoordeling van de beide varianten.

Opmerkelijk is dat de professionals het handelen met voorkennis van Peter Jacobs (auto) duidelijk minder ernstig vinden dan dat van Paul Brand (aandelen). Hierbij kan hun kennis van de wet van invloed zijn: zij weten (beter dan de studenten) dat het gedrag van Paul in strijd met de wet is, terwijl men anderzijds beseft dat dat bij het gedrag van

Peter waarschijnlijk niet zo is. Juridische en sociaal-maatschappelijke regels omtrent eerlijk handelen beïnvloeden elkaar. Maatschappelijke regels zullen uiteindelijk vastgelegd worden in de wet, terwijl wettelijk vastgelegde regels de geldende maatschappelijke regels zullen versterken.

5 Eerlijkheid: schuiven met regels

Een belangrijk aspect bij het beoordelen van gedrag bij voorkennis is de vraag of de voorkennis leidt tot het nemen van actie of tot het bewust afzien van actie. Via een strikte redenering kan worden betoogd dat beide gevallen equivalent zijn voorzover de voorkennis een voordeel oplevert. Maar het is aannemelijk dat het oordeel over deze gevallen zal verschillen, mede omdat er sprake is van een verschil in controleerbaarheid (het weloverwogen afzien van een actie is in de regel moeilijker vast te stellen dan het nemen van een actie). In de navolgende casus speelt dit vraagstuk een rol.

Joop Smid is werkzaam als administrateur bij de onderneming Delvex N.V. Op een dag, terwijl hij zit te werken, hoort hij bij toeval dat de president-directeur aan de financieel directeur vertelt dat Delvex over twee weken zal worden overgenomen door een andere onderneming voor € 70 per aandeel. De onderneming zal het nieuws over twee dagen publiekelijk bekendmaken.

Variant 1:

Joop was van plan de 500 aandelen Delvex die hij in zijn bezit heeft, te verkopen voor de huidige prijs van € 50 per aandeel. Maar nu hij het bericht van de overname heeft gehoord, besluit hij zijn aandelen nog niet te verkopen.

Variant 2:

Joop was niet van plan aandelen Delvex te kopen. Maar nu hij het bericht van de overname heeft gehoord, besluit hij 500 aandelen te kopen.

In de eerste variant vindt 37% van de professionals en ruim 21% van de studenten het gedrag van Joop Smid onaanvaardbaar (zie tabel 6). In de tweede variant wordt het gedrag door meer dan 98% van de professionals en door meer dan 70% van de studenten onaanvaardbaar geacht. Het verschil in de beoordeling van beide varianten is opmerkelijk¹²: 'inactie' wordt duidelijk anders gepercipieerd dan actie, terwijl er in economisch opzicht geen verschil tussen bestaat (immers het aandelenbezit dat Joop Smid als gevolg

Tabel 6. Opvattingen over het gedrag van Joop Smid

	Professionals		Studenten	
	Variant 1 (niet verkopen)	Variant 2 (kopen)	Variant 1 (niet verkopen)	Variant 2 (kopen)
Volstrekt eerlijk	10,5%	0,0%	22,7%	0,0%
Aanvaardbaar	52,6%	1,7%	56,0%	29,5%
Onerlijk	28,1%	33,9%	14,7%	67,9%
Zeer oneerlijk	8,8%	64,4%	6,7%	2,6%
Aantal respondenten	57	59	75	78

van zijn opgedane voorkennis bereikt, is in beide varianten gelijk).

De resultaten van het Amerikaanse onderzoek (zie tabel B.6 in appendix B, p. 646) geven voor de studenten een vergelijkbaar beeld te zien, zij het dat het 'niet verkopen met voorkennis' door hen meer wordt afgekeurd dan door hun Nederlandse collega's¹³.

Tabel 6 bevestigt de eerder geuite verwachting dat een besluit tot het nemen van actie op een andere wijze wordt gepercipieerd dan een besluit tot afzien van een voorgenomen actie. Aan de laatstgenoemde vorm van oneerlijkheid wordt kennelijk minder zwaar getild. Waarom? Wellicht omdat het niet door laten gaan van een voorgenomen actie relatief moeilijk is vast te stellen. Het zou dan heel goed kunnen zijn dat het niet kunnen controleren – dan wel het niet controleren – van een regel de opvatting in de hand werkt dat het overtreden van de regel niet zo oneerlijk is. Dit kan des te meer het geval zijn naarmate de *wijze waarop* een regel wordt overtreden meer is ingebed in de 'cultuur' van de eigen specifieke omgeving. Daarbij kan ook calculerend gedrag een rol spelen, indien de verwachte opbrengst van oneerlijk gedrag hoog is en de verwachte kosten ervan als laag worden ervaren. Aldus ontstaat ruimte voor het schuiven met regels en het vervagen van normen en waarden omtrent eerlijk gedrag.

Ten aanzien van het vervagen van normen en waarden omtrent *fairness* zijn de opvattingen van Christina Morgan, zoals opgetekend door Siconolfi (1997), illustratief. Morgan was managing director 'Investment Banking' bij Hambrecht & Quist. Siconolfi interviewde Morgan voor de *Wall Street Journal* over de praktijk van *spinning*, waarbij investment bankers bij emissies lucratieve aandelen toekennen aan bestuurders van ondernemingen die ze graag als toekomstige klant willen hebben. Morgan geeft het voorbeeld van een investment banker die opdrachten probeerde te krijgen van Joseph Cayre en hem bij de beursgang van

Pixar Animation Studios 100.000 aandelen toekende. Cayre verkocht de betrokken aandelen nog dezelfde dag met een winst van \$ 2 miljoen. In de ogen van Christina Morgan is er niets oneerlijks aan een dergelijke vorm van *spinning* – volgens haar is het een normale gang van zaken, vergelijkbaar met het aanbieden van een uitje op de golfbaan. Veel lezers van de *Wall Street Journal* waren het hartgrondig met Morgan oneens, blijkend uit de ingezonden brieven. 'Are investment bankers really unable to see any distinction between a golf outing or a dinner with a favored client and a payoff of several hundred thousand dollars?'¹⁴ En: 'I can only express disbelief at the greed and aviance on one side of the transaction and the total lack of business ethics on the other.'¹⁵ Christina Morgan had geen weet (meer) van de normen en waarden omtrent eerlijk handelen, zoals die buiten haar sociale en zakelijke wereld golden¹⁶. Het is duidelijk dat maatschappelijke regels omtrent eerlijk handelen zelden door alle leden van een gemeenschap onverkort worden gedeeld. Beoordelingen van de eerlijkheid van handelen zijn onder meer geworteld in het belang dat de gemeenschap hecht aan verschillende conflicterende regels. Zulks geldt in het bijzonder ten aanzien van aandelenhandel met voorkennis. Shefrin en Statman (1993) constateren dat een verbod op handel met voorkennis enerzijds consistent is met de eerlijkeheidsregel die het recht op gelijke toegang tot informatie centraal stelt, maar anderzijds op gespannen voet staat met de *fairness*-regel die het recht op vrijheid van handelen benadrukt (immers het wordt insiders verboden te handelen met outsiders die daartoe vrijwillig bereid zijn). In de afweging van beide aspecten kiezen bijvoorbeeld Strudler en Orts (1999) voor het recht op gelijke toegang tot informatie en merken het handelen met voorkennis aan als oneerlijk. Aan de andere kant kiest bijvoorbeeld Machan (1996) voor het recht op vrijheid van handelen; hij beschouwt een verbod van handel met voorkennis als *unfair* en pleit dan ook voor afschaffing van de regels ter zake.

6 Conclusie

De handel op aandelenmarkten wordt vaak vergeleken met een spel dat moet worden gespeeld met een gelijke uitgangspositie voor alle deelnemers. De vraag is echter: welk spel is het en wat zijn de regels? Is de aandelenbeurs een markt van geluk, zoals roulette waarbij de spelers recht hebben op een roulettewiel waarmee niet gemanipuleerd is? Of is het een spel zoals schaak, waar de regels dicteren dat spelers evenveel tijd hebben om een zet te doen, maar kunnen verschillen in hun kennis en vaardigheid voor het ontwikkelen van een winnende strategie? Of gaat het op de aandelenmarkt meer om een spel zoals golf, waaraan zowel amateurs als professionals kunnen meedoen, ieder met een eigen 'handicap' die de onderlinge verschillen in bekwaamheid beoogt te elimineren?

De resultaten van ons onderzoek laten zien dat de gehuldigde opvattingen omtrent eerlijk handelen op de beurs vooral lijken op de regels van golf. Een eerlijk uitgevoerde transactie is gebaseerd op een gelijke toegang tot informatie, maar laat verschillen toe in de hoeveelheid onderzoek die verricht is om de informatie te interpreteren. Het algemene beeld – zowel bij de door ons weergegeven casussen als bij de overeenkomstige casussen uit het Amerikaanse onderzoek – is dat het gebruik van voorkennis strijdig wordt geacht met de vereiste *fairness*. Maar bij de diverse casussen blijkt dat dit algemene beeld zich in verschillende vormen concretiseert. Zo keuren de student-respondenten *insider trading* op basis van zekere voorkennis strenger af dan in het geval van waarschijnlijke voorkennis, terwijl de professionals in beide gevallen zeer afkeurend zijn. De student-respondenten rekenen een goed gesalarieerde directeur diens handel met voorkennis veel zwaarder aan dan een stagiair die dezelfde voorkennis gebruikt. Bij de professionals is het verschil in hun afkeurende beoordeling van deze beide gevallen veel minder groot.

De ondervraagde professionals in ons onderzoek passen in het algemeen strenge regels toe ten aanzien van handel met voorkennis. De opvattingen van studenten getuigen in het algemeen van een soepeler omgang met de regels. De betrokken studenten kunnen in de toekomst in moeilijkheden komen wanneer ze hun daadwerkelijke handelen zouden baseren op ongewijzigd soepele normen.

Daarom moet er bij hun verdere vorming onder meer aandacht zijn voor ethische normen en regels van *fairness* in het algemeen en omtrent de omgang met voorkennis in het bijzonder.

Wellicht vinden we het niet prettig ons aan maatschap-

pelijke regels te houden, en zouden we liever onze persoonlijke ethische normen volgen. Dat zou geen probleem zijn indien de persoonlijke regels ten minste even streng zijn als die welke gelden in het maatschappelijke verkeer. De vraag is echter of we voldoende vrij zijn van zelfoverschatting om te kunnen beoordelen hoe onze eigen normen zich verhouden tot die van de gemeenschap. Uit een onderzoek van het Josephson Institute (2002) bleek dat 76% van de ondervraagde middelbare scholieren van mening was dat 'when it comes to doing what is right, I am better than most people I know'. ■

Literatuur

- Financieel Dagblad, (2004), *Mr. Smallcap veroordeeld wegens voorkennis*, 4 december.
- Josephson Institute Survey, (2002), *Report Card 2002: The Ethics of American Youth*; via: www.josephsoninstitute.org.
- Kahneman, D., J.L. Knetsch en R.H. Thaler, (1986), Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market, in: *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 728-741; herdrukt in: C.F. Camerer e.a. (red.), *Advances in Behavioral Economics*, Princeton University Press, 2004, pp. 252-270.
- Kirby, R.G., (1997), Letters to the Editor, in: *The Wall Street Journal*, 3 december, A23.
- Machan, T., (1996), What is Morally Right with Insider Trading, in: *Public Affairs Quarterly*, Vol. 10, April, pp. 135-142.
- Penrose, J., (1997), Letters to the Editor, in: *The Wall Street Journal*, 3 december, A23.
- Siconolfi, M., (1997), The Spin Desk: Underwriters Set Aside IPO Stock for Officials of Potential Clients, in: *The Wall Street Journal*, 12 november, A1.
- Shefrin, H. en M. Statman, (1993), Ethics, Fairness and Efficiency in Financial Markets, in: *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, November/December, pp. 21-29.
- Statman, M., (2005), Fair Trading, te verschijnen in: *Journal of Portfolio Management*.
- Strudler, A. en E. Orts, (1999), Moral Principle in the Law of Insider Trading, in: *Texas Law Review*, Vol. 78, pp. 375-438.

Noten

- 1 Het onderzoek gaat niet in op de vraag of ondernemingen hun informatie op een eerlijke wijze aan alle belanghebbende verstrekken – hoe belangwekkend dit aspect ook moge zijn. In dat verband kan worden gewezen naar de geldende regulering van de SEC (*Securities and Exchange Commission* in de Verenigde Staten) inzake 'Selective Disclosure and Insider Trading'; zie: www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm.
- 2 Zie appendix A voor een exacte weergave van de inleidende tekst bij de schriftelijke enquête.
- 3 In het vervolg van het artikel zal deze interpretatie van 'onaanvaardbaar' (te weten: een samenvoeging van de oordelen 'oneerlijk' en 'zeer oneerlijk') regelmatig worden toegepast.

- 4 Door ieder van de vier mogelijke antwoorden een numerieke waarde te geven kan voor beide groepen respondenten een gemiddelde waarde van hun respons worden berekend. Met behulp van een t-toets is vastgesteld dat de gemiddelde beoordelingen van het gedrag van Paul Brand door professionals en door studenten significant van elkaar verschillen (betrouwbaarheidsinterval 99%). Deze significantie wordt ook gevonden bij een Mann-Whitney toetsing.
- 5 Wij zijn in dit geval geneigd de positieve score op 'zeer oneerlijk' als een vreemde *outlier* te beschouwen.
- 6 Bij beide varianten is het verschil tussen de beoordelingen door professionals en door studenten significant (op 99% niveau). Vergl. ook noot 4.
- 7 Het oordeel van de studenten bij variant 1 verschilt significant (95% niveau) van dat bij variant 2.
- 8 Bij beide varianten is het verschil tussen de beoordeling door de professionals en die door de studenten significant (op 99% niveau). Ook het verschil in de beoordelingen van beide varianten door de studenten is significant (99% niveau).
- 9 Voor de duidelijkheid van de bespreking wordt bij deze casus de variant van versie 1 van de enquête in dit artikel aangeduid als variant 2, en omgekeerd.
- 10 Er is ook in statistisch opzicht geen significant verschil tussen de beoordelingen van beide groepen respondenten.
- 11 Ook nu is het verschil tussen beide groepen respondenten niet significant.
- 12 Het verschil in de beoordelingen van beide varianten is statistisch significant (op 99% niveau) voor beide groepen respondenten. Vergelijk ook noot 4.
- 13 De betrokken casus was in het Amerikaanse onderzoek niet opgenomen in de *survey* onder professionals.
- 14 Kirby (1997).
- 15 Penrose (1997).
- 16 De prijs die zij hiervoor moest betalen was hoog – haar bonus van Hambrecht & Quist werd gehalveerd. Ook het bedrijf Hambrecht & Quist betaalde een prijs, omdat Merrill Lynch afzag van een voorgenomen overname zodra het nieuws over *spinning* naar buiten kwam.

Appendix A: Inleiding vragenlijst

Geachte deelnemer,

De navolgende **vragenlijst** is onderdeel van een 'survey'-onderzoek op het gebied van *fairness* bij aandelentransacties. Hierin werken wij vanuit de Rijksuniversiteit Groningen samen met Professor Meir Statman van de Santa Clara University in California. Als wetenschappelijk onderzoekers zijn wij geïnteresseerd in uw oordeel over het gedrag van mensen in relatie tot het handelen in aandelen, zoals beschreven in de bijgaande 8 vragen. De resultaten van dit onderzoek zullen bijdragen aan een wetenschappelijk artikel dat wordt gepubliceerd in kringen van beleggingsexperts en academici.

Graag vragen wij uw medewerking aan dit onderzoek. Het invullen van de bijgaande vragenlijst vergt niet meer dan 10 minuten.

Alle verzamelde informatie wordt op anonieme wijze verwerkt en de oorspronkelijke documentatie (zoals bijgaande vragenlijst na invulling) wordt op strikt vertrouwelijke wijze opgeslagen. Zoals u kunt zien vindt er op de lijst geen registratie plaats van uw naam of enig ander persoonlijk gegeven.

Indien u t.z.t. het artikel naar aanleiding van dit onderzoek wilt ontvangen, verzoeken wij u daartoe een afzonderlijk verzoek aan ons te richten via het [vermelde] e-mail adres.

Hartelijk dank voor uw medewerking!

Dr. Auke Plantinga
Prof. Dr. Frans Tempelaar

Aanwijzingen

Houd s.v.p. strikt de hand aan de volgorde van de onderstaande vragen. Begin niet met eerst alle vragen door te lezen, en loop bij uw beantwoording niet vooruit op een volgende vraag.

Lees iedere vraag zorgvuldig door en **omcirkel** dan het antwoord dat het dichtst bij uw mening komt (kies steeds slechts één van de vier gegeven alternatieven).¹

In de oorspronkelijke Engelstalige vragenlijst speelt het begrip '**fair**' een cruciale rol. Wij hebben er bij de vertaling van de lijst voor gekozen de term 'fair' te vertalen met '**eerlijk**'; andere vertalingen zouden kunnen zijn 'zuiver' of 'correct'.

Houd bij uw beantwoording s.v.p. rekening met deze toelichting bij de term 'eerlijk'.

¹ In de vragenlijst werd iedere casus gevolgd door de vraag: Hoe beoordeelt u het gedrag van [naam van betrokkene]? De vier alternatieve antwoorden waren:

(A) Volstrekt eerlijk; (B) Aanvaardbaar; (C) Oneerlijk; (D) Zeer oneerlijk. De keuze voor deze alternatieven is gebaseerd op Kahneman e.a. (1986).

Appendix B: Overeenkomstige resultaten van het Amerikaanse onderzoek

Het Amerikaanse onderzoek is uitgevoerd in mei 2003 (studenten) en oktober-november 2003 (professionals). De onderstaand weergegeven resultaten zijn volgens de presentatie in Statman (2005). Hierin zijn de oorspronkelijke vier alternatieve antwoorden: (A) Completely Fair, (B) Acceptable, (C) Unfair, (D) Very Unfair, samengevat in de twee geaggregeerde categorieën: *Acceptable* (samenvoeging van A en B) en *Unfair* (samenvoeging van C en D). Ter vergelijking zijn in de onderstaande tabellen de resultaten (afgerond in hele procenten) van het Nederlandse onderzoek tussen haakjes bijgevoegd.

Tabel B.1. Opvattingen over het gedrag van Paul Bond (de evenknie van Paul Brand)

	Professionals	Studenten
Acceptable	5% (5%)	36% (38%)
Unfair	95% (95%)	64% (62%)

Tabel B.2. Opvattingen over het gedrag van John Burr (de evenknie van Jan de Boer)

	Professionals	Studenten
Acceptable	99% (98%)	94% (99%)
Unfair	1% (2%)	6% (1%)

Tabel B.3. Opvattingen over het gedrag van Joe Ortiz (de evenknie van Johan Ortey)

	Professionals		Studenten	
	Variant 1	Variant 2	Variant 1	Variant 2
Acceptable	9% (5%)	3% (5%)	55% (49%)	37% (37%)
Unfair	91% (95%)	97% (95%)	45% (51%)	63% (63%)

Tabel B.4. Opvattingen over het gedrag van Larry Woods (de evenknie van Laurens van der Woude)

	Professionals		Studenten	
	Variant 1	Variant 2	Variant 1	Variant 2
Acceptable	2% (2%)	11% (5%)	30% (23%)	46% (44%)
Unfair	98% (98%)	89% (95%)	70% (77%)	54% (56%)

Tabel B.5. Opvattingen over het gedrag van Peter Jamison (de evenknie van Peter Jacobs)

	Professionals		Studenten	
	Variant 1	Variant 2	Variant 1	Variant 2
Acceptable	30% (32%)	45% (39%)	26% (31%)	44% (45%)
Unfair	70% (68%)	55% (61%)	74% (69%)	56% (55%)

Tabel B.6. Opvattingen over het gedrag van John Smith (de evenknie van Joop Smid)

	Professionals		Studenten	
	Variant 1	Variant 2	Variant 1	Variant 2
Acceptable	n.a. (63%)	n.a. (2%)	62% (79%)	30% (30%)
Unfair	n.a. (37%)	n.a. (98%)	38% (21%)	70% (70%)

Opmerking: De resultaten volgens tabel B.6 worden niet vermeld in Statman (2005), maar zijn direct ontleend aan het betrokken onderzoek. In dat onderzoek is de casus van John Smith niet aan professionals voorgelegd.